

0-799058

*На правах рукописи*



**СУРКИН Петр Николаевич**

**РАЗВИТИЕ ИНСТРУМЕНТАРИЯ ОЦЕНКИ  
ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ  
ОРГАНИЗАЦИИ**

**Специальность 08.00.10 – "Финансы, денежное обращение и кредит"**

**Автореферат  
диссертации на соискание ученой степени  
кандидата экономических наук**

**Йошкар-Ола - 2012**

Работа выполнена на кафедре "Финансы, денежное обращение и кредит"  
ФГБОУ "Тюменский государственный университет"

Научный руководитель -

доктор экономических наук, доцент  
Шилова Любовь Федоровна

Официальные оппоненты:

доктор экономических наук, профессор  
Нестеров Владимир Николаевич  
(зав. кафедрой "Экономический анализ" ин-  
ститута экономики и финансов ФГАОУ ВПО  
"Казанский (Приволжский) федеральный уни-  
верситет")

НАУЧНАЯ БИБЛИОТЕКА КФУ



0000808982

ведущая организация -

кандидат экономических наук  
Калинин Андрей Михайлович  
(аудитор Департамента аудита ООО  
"Созидание и развитие")

ФГБОУ ВПО "Воронежская государствен-  
ная лесотехническая академия"

Защита состоится 03 ноября 2012 года в 12<sup>00</sup> часов на заседании диссертационного совета ДМ 212.115.05 при ФГБОУ ВПО "Поволжский государственный технологический университет" по адресу: 424006, Йошкар-Ола, Панфилова, 17 Поволжский государственный технологический университет, корпус 3, ауд.316.

Юридический и почтовый адрес университета: 424000, г. Йошкар-Ола, пл. Ленина, 3.

С диссертацией можно ознакомиться в библиотеке ФГБОУ ВПО "Поволжский государственный технологический университет".

Сведения о защите и автореферат диссертации размещены на официальном сайте ВАК Министерства образования и науки РФ <http://www.vak2.ed.gov.ru> и на официальном сайте ФГБОУ ВПО "Поволжский государственный технологический университет" [http:// www.volgatech.net](http://www.volgatech.net).

Автореферат разослан "03" октября 2012 года.

Ученый секретарь диссертационного  
совета, канд. экон. наук, доцент

Л.Я.Яковлева

## ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РАБОТЫ

**Актуальность темы исследования.** Необходимым условием инновационного развития экономики является увеличение объемов и повышение эффективности инвестиций в создание материально-технической базы предприятий и организаций. Комплекс вопросов, связанных с осуществлением инвестиционной деятельности предприятий, требует базовых знаний теории и практики принятия управленческих решений в области разработки эффективных направлений и форм инвестиционной деятельности, определения ее целей и обоснования основных направлений формирования инвестиционных ресурсов.

В настоящее время в экономике достигнуты условия, обеспечивающие экономический рост, но они пока не сопровождаются значительным повышением инвестиций в реальный сектор экономики. Это вызвано рядом причин, одной из которых можно назвать отсутствие доступных методик оценки инвестиционной привлекательности организаций, что сдерживает принятие инвестиционных решений со стороны инвесторов. Кроме того расчет оценки инвестиционной привлекательности целесообразен для менеджмента организации с целью оптимизации процесса производства и выработки мер, направленных на повышение эффективности и конкурентоспособности организации. Наконец, оценка инвестиционной привлекательности может выступить одним из рычагов управления и регулирования экономики со стороны государства при принятии решения об инвестировании бюджетных средств.

Многие инвестиционные проекты в настоящее время не могут быть приняты к реализации из-за отсутствия информации о тенденциях развития организации в прошлом и перспективных оценок ее развития на будущее. В научной литературе по инвестиционному и финансовому менеджменту отсутствует целостное представление о системе показателей, позволяющих дать надежную оценку инвестиционной привлекательности организации. В большей степени для оценки используются показатели финансового состояния организации, при этом не принимается в расчет информация о движении денежных потоков, а также информация о развитии человеческого и интеллектуального капитала организации. Такой подход не отвечает принципам системности и комплексности оценки инвестиционной привлекательности организации и сдерживает возможности активизации инвестиционной активности организаций.

Актуальность рассматриваемой проблемы, практическая значимость формирования инструментария и методического обоснования оценки инвестиционной привлекательности организации определили выбор темы диссертационного исследования.

**Степень изученности проблемы.** В экономической литературе проблематике сущности инвестиций, инвестиционной деятельности, инвестиционного анализа, посвящены многочисленные работы отечественных и зарубежных ученых: И.А. Бланка, В.В. Бочарова, Ю. Бригхем, М. Джонка, Е.Д. Ендовицкого, В.В. Ковалева, Э.Н. Крылова, И.В. Липсица, И.И. Мазура, В.В. Масленников, П. Самуэльсона, Р.С. Сайфулина, И.В. Сергеева, И.Ю. Трясицкой, Г.В. Хомкалова, В.Д. Шапиро, У. Шарпа, А.Д. Шеремета и других.

Среди отечественных научных разработок в области оценки инвестиционной привлекательности следует отметить работы Л.С. Валинуровой, В.Г. Золоторова, А.Б. Идрисова, О.Б. Казаковой, М.Н. Крейниной, А. В. Постникова, И.И. Ройзмана, Я.А. Черных, А.Г. Шахназарова, К.В. Щиборщ, Н.М. Якуповой, Г.Р. Яруллиной и других.

Однако проблемам разработки инструментария оценки инвестиционной привлекательности организаций уделяется недостаточное внимание. В настоящее время не определены возможности использования показателей форм финансовой отчетности организации, не выработано представление о динамической оценке инвестиционной привлекательности, а также оценки с включением нефинансовых показателей деятельности организации. Вышесказанное предопределило актуальность исследования, а также его цель и задачи.

**Цель и задачи исследования.** Целью исследования является развитие теоретических и методических вопросов оценки инвестиционной привлекательности организации, а также разработка комплекса методических вопросов по развитию инструментария оценки в текущем периоде и динамике.

В соответствии с поставленной целью выделены следующие задачи исследования:

- уточнить содержание понятия "инвестиционная привлекательность организации";
- разработать методику оценки инвестиционной привлекательности организации на основе движения денежных средств;
- обосновать методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности на основе прогнозных оценок движения денежных средств;
- разработать методику интегральной оценки инвестиционной привлекательности организации;
- обосновать логическую модель оценки инвестиционной привлекательности организации с учетом развития интеллектуального капитала;
- обосновать взаимосвязь оценки интеллектуального капитала с инвестиционной привлекательностью организации.

**Предмет исследования.** Предметом исследования являются теоретические и методологические вопросы оценки инвестиционной привлекательности организации.

**Объектом исследования** является производственно-финансовая деятельность предприятий по освоению и добыче углеводородов, требующих значительных инвестиционных вложений.

**Теоретическая и методологическая основа исследования.** Теоретической и методологической основой диссертации явились труды ученых в области оценки привлеченных источников и интеллектуального капитала, финансового менеджмента и финансовой отчетности. В процессе выполнения диссертационной работы использовались такие общенаучные методы познания, как системность и комплексность, сравнение, формализация и моделирование.

Практическая реализация перечисленных методов осуществлялась с помощью пакета прикладных программ Statistica 6.0, Microsoft Excel. Информационной базой исследования явились нормативно-правовые акты РФ, данные официальной статистики России, отчетные данные по предприятиям газодобычи; от-

четы аналитических компаний; научные публикации; материалы периодических изданий и сети Интернет.

Научная новизна исследования заключается в разработке теоретических и методических рекомендаций по развитию инструментария оценки инвестиционной привлекательности организации. Предложенные в работе методики и рекомендации по проведению оценки инвестиционной привлекательности организации отличаются комплексностью решаемых задач, и позволяют рационализировать процессы управления инвестиционной деятельностью организаций.

В работе получены и выносятся на защиту следующие результаты, отражающие научную новизну исследования:

- уточнено понятие "инвестиционная привлекательность организации" как системного информационного ресурса, на основании которого принимаются инвестиционные решения для развития организации, и оценивается их социально-экономическая эффективность;
- разработана методика оценки инвестиционной привлекательности организации, включающая исчисление темпов роста денежных средств и их ранжирование для сравнения нормативного и фактического ряда рангов;
- даны методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности организации на основе экстраполяции темпов роста денежных средств и их ранжирования; доказано, что сравнение прогнозных оценок с нормативным рядом показателей движения денежных средств позволяет получить динамическую оценку инвестиционной привлекательности организации;
- разработана методика интегральной оценки инвестиционной привлекательности организации, основанная на использовании показателей финансового состояния и приведения их к нормативному состоянию;
- предложена логическая модель оценки инвестиционной привлекательности организации, включающая новый элемент – вложения в развитие интеллектуального капитала; раскрыто содержание основных элементов модели и обоснована их взаимосвязь;
- обоснована практическая целесообразность синтеза интегральной оценки инвестиционной привлекательности и оценки интеллектуального капитала как более надежного инструмента для принятия инвестиционных решений.

**Область исследования.** Диссертация выполнена в рамках паспорта специальности ВАК 08.00.10 – Финансы, денежное обращение и кредит: 3.25. "Финансы инвестиционного и инновационного процессов, финансовый инструментарий инвестирования"; 5.2. "Теоретическое и методологическое обоснование подходов к оценке имущества, капитала и привлеченных источников"; 5.6. "Проблемы и перспективы оценки интеллектуального капитала".

**Теоретическая и практическая значимость исследования** состоит в развитии инструментария оценки инвестиционной привлекательности организации, позволяющего включить в рассмотрение финансовые и нефинансовые показатели деятельности. Рекомендации и выводы диссертации могут быть использованы управленческим персоналом организаций различной отраслевой принадлежности. Предложенные методики и рекомендации по проведению оценки инвестиционной привлекательности позволят повысить объективность принимаемых решений по развитию инвестиционной и инновационной деятельности.

Самостоятельное практическое значение имеют методики оценки инвестиционной привлекательности на основе движения денежных потоков, интегральной оценки инвестиционной привлекательности на основе показателей финансового состояния и интеллектуального капитала организации.

Практическая значимость исследования состоит в том, что разработанные автором рекомендации и методики оценки инвестиционной привлекательности могут быть использованы инвесторами и менеджментом организаций для обоснования принимаемых инвестиционных решений.

Отдельные положения, выводы и рекомендации, содержащиеся в диссертационной работе, могут быть востребованы при разработке учебных курсов, "Финансовый менеджмент", "Оценка бизнеса", а также в системе переподготовки руководящих кадров и специалистов предприятий.

**Апробация работы.** Основные результаты диссертационного исследования докладывались на международной научно-практической конференции "Проблемы учета, финансов, анализа и аудита в условиях глобализации экономики" (Тюмень, 2009), вузовских научных конференциях "Перспективы развития учетно-аналитических и налоговых направлений в XXI веке" (Йошкар-Ола, 2012 г.), "Современные вопросы анализа, бухгалтерского учета и управления коммерческими организациями" (Тюмень, 2012 г.)

Основные положения научного исследования отражены в 8 научных публикациях авторским объемом 3,1 п.л., в том числе 2 статьи опубликованы в журналах, рекомендованных ВАК.

**Структура и объем диссертации.** Диссертация состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы, приложений и имеет следующую структуру:

#### **Введение**

### **1. Теоретические основы инвестиционной деятельности в России**

#### **1.1. Роль инвестиционной деятельности в развитии организации**

#### **1.2. Инвестиционная привлекательность в системе инвестиционной деятельности организации**

### **2. Инструментарий оценки инвестиционной привлекательности организации в системе финансовых показателей организации**

#### **2.1. Оценка инвестиционной привлекательности на основе движения денежных потоков организации**

#### **2.2. Оценка инвестиционной привлекательности на основе прогнозирования денежных потоков организации**

#### **2.3. Интегральная оценка инвестиционной привлекательности организации**

### **3. Оценка интеллектуального капитала в системе измерения инвестиционной привлекательности организации**

#### **3.1. Становление и развитие концепции интеллектуального капитала организации**

#### **3.2. Методы и способы оценки интеллектуального капитала организации**

#### **3.3. Взаимосвязь оценки интеллектуального капитала с инвестиционной привлекательностью организации**

#### **Заключение**

#### **Список литературы**

#### **Приложения**

## ОСНОВНЫЕ ИДЕИ И ВЫВОДЫ ДИССЕРТАЦИИ, ВЫНОСИМЫЕ НА ЗАЩИТУ

1. Уточнено понятие "инвестиционная привлекательность организации" как системного информационного ресурса, на основании которого принимаются инвестиционные решения для развития организации, и оценивается их социально-экономическая эффективность.

Многие работы, связанные с инвестиционной деятельностью не представляют инвестиционные процессы в качестве единого целостного явления. Системный подход к организации инвестиционной деятельности предполагает предварительную оценку возможностей экономической системы, которая призвана обеспечить требуемую экономическую эффективность данной деятельности. В этом смысле инвестиционную деятельность можно рассматривать как последовательность следующих процессов (рис. 1).

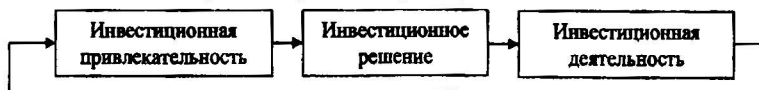


Рис. 1. Взаимосвязь базовых категорий инвестиционной деятельности

В экономической литературе инвестиционная привлекательность связывается с финансовым состоянием организации, что, по мнению ученых, является достаточным основанием для принятия инвестиционных решений. Иными словами для инвестора необходим определенный *объем информации* о состоянии дел в организации. Если использовать системный подход, то информация всегда порождается и формируется системой и представляет собой не что иное, как описание (полное или частичное) этой системы. Из этого следует, что информация представляет собой модель экономической системы, является ее информационным ресурсом и служит видом причинной связи, возникающей в процессе управления организацией.

Следовательно, *инвестиционная привлекательность – это системный информационный ресурс на основании которого принимаются инвестиционные решения для развития организации и оценивается их социально-экономическая эффективность.*

*Оценка инвестиционной привлекательности – это система сбора, обработки и хранения информации о финансово-хозяйственном состоянии организации в соответствии с целями оценки.*

Исходя из представленных определений, сформулированы следующие выводы:

- оценка инвестиционной привлекательности организации – это процесс, обуславливающий связь инвестиционных решений с инвестиционной деятельностью.
- оценка инвестиционной привлекательности – процесс целенаправленный. Это связано с тем, что в ходе оценки инвестиционной привлекательности могут реализовываться разные цели: оценка финансового состояния, оценка конкурентоспособности, стоимости бизнеса и др.

- оценка инвестиционной привлекательности – процесс с обратной связью. Это означает, что в ходе оценки необходимо учитывать всю совокупность рыночных факторов: экономическую конъюнктуру, факторы внешнего окружения, риски, связанные с получением дохода от инвестиционной деятельности. Все это влияет на выбор инвестиционного решения.

**2. Разработана методика оценки инвестиционной привлекательности организации, включающая исчисление темпов роста денежных средств и их ранжирование для сравнения нормативного и фактического ряда рангов.**

Значение денежных потоков в оценке инвестиционной привлекательности организации заключается в том, что он дает информацию о масштабах денежного оборота организации и размерах расхождения между притоком и оттоком денежных средств по текущей (*тек*), инвестиционной (*инв*) и финансовой (*фин*) деятельности.

В нормальной ситуации текущая деятельность предприятия должна обеспечивать приток денежных средств, полностью покрывающий отток средств по инвестиционной деятельности, либо покрывающий большую часть оттока от инвестиционной деятельности с привлечением притока средств от финансовой для покрытия меньшей части инвестиционного оттока.

Следовательно, эффективность движения денежных потоков будет характеризовать следующее соотношение темпов роста чистых денежных потоков (ЧДП)

$$T_{\text{ТЕК}}^{\text{ЧДП}} > T_{\text{ИНВ}}^{\text{ЧДП}} > T_{\text{ФИН}}^{\text{ЧДП}}$$

Можно предложить другое соотношение темпов роста, которое будет выражено соотношением притоков и оттоков денежных средств

$$T_{\text{ТЕК}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ИНВ}}^{\text{ОДП}} > T_{\text{ФИН}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ТЕК}}^{\text{ОДП}} > T_{\text{ИНВ}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ФИН}}^{\text{ОДП}}$$

Соблюдение представленных соотношений ведет к повышению инвестиционной привлекательности организации, формированию положительных тенденций развития. Подобное упорядочивание (ранжирование) показателей называется *эталонным рядом темпов роста (динамическим нормативом)*. Такой подход позволяет применить механизм ранговой корреляции.

С точки зрения оценки инвестиционной привлекательности более надежная оценка будет получена при использовании двойных темпов роста притоков и оттоков денежных средств

$$T_{\text{ТЕК}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ИНВ}}^{\text{ОДП}} > T_{\text{ФИН}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ТЕК}}^{\text{ОДП}} > T_{\text{ИНВ}}^{\text{ПДП}} > T_{\text{ФИН}}^{\text{ОДП}}$$

С использованием динамического норматива оценка инвестиционной привлекательности будет проводиться в следующей последовательности

- формирование эталонного ряда темпов роста показателей;
- расчет параметров изменения фактических показателей и их ранжирование на основе соотношений темпов роста;
- статистическая обработка фактических рангов показателей на основе расчета коэффициентов ранговой корреляции Спирмена.

В диссертации выполнены практические расчеты по оценке инвестиционной привлекательности на основе движения денежных потоков ЗАО "Пургаз". Рабо-



та организации основана на разведке, разработке, добыче и реализации углеводородов Губкинского нефтегазоконденсатного месторождения, которое является весьма перспективным с точки зрения разведки запасов углеводородов и инвестирования средств.

В таблице приведены темпы роста денежных потоков и двойные темпы роста

**Таблица 1. Темпы роста денежных потоков ЗАО "ПУРГАЗ"**

Денежные потоки	Темпы роста		Двойные темпы роста
	2010/2009	2011/2010	
Положительный денежный поток по текущей деятельности	109,50	101,49	105,42
Отрицательный денежный поток по текущей деятельности	94,61	115,25	104,42
Положительный денежный поток по инвестиционной деятельности	1184,51	0,27	17,90
Отрицательный денежный поток по инвестиционной деятельности	52,60	59,95	56,16
Положительный денежный поток по финансовой деятельности	50,75	55,29	52,98
Отрицательный денежный поток по финансовой деятельности	48,91	50,84	49,86

Используя значения двойных темпов роста, составим фактическое соотношение денежных потоков организации по видам деятельности

$$TT_{\text{ТЕК}}^{\text{ПДП}} > TT_{\text{ТЕК}}^{\text{ОДП}} > TT_{\text{ИНВ}}^{\text{ОДП}} > TT_{\text{ФИН}}^{\text{ПДП}} > TT_{\text{ФИН}}^{\text{ОДП}} > TT_{\text{ИНВ}}^{\text{ПДП}}$$

Для расчета коэффициента ранговой корреляции Спирмена определена разность рангов между эталонным и фактическим рядами темпов роста показателей

$$p = 1 - \frac{6 \sum d^2}{n(n^2 - 1)} = 1 - \frac{6 \times 8}{6 \times (36 - 1)} = 0,77$$

Коэффициент Спирмена характеризует тесную корреляционную связь между рангами эталонного и фактического ряда темпов роста денежных потоков, что дает высокую оценку инвестиционной привлекательности ЗАО "ПУРГАЗ".

3. Даны методические рекомендации по оценке инвестиционной привлекательности организации на основе экстраполяции темпов роста денежных средств и их ранжирования; доказано, что сравнение прогнозных оценок с нормативным рядом показателей движения денежных средств позволяет получить динамическую оценку инвестиционной привлекательности организации.

Прогнозирование денежных потоков заключается в изучении возможного положения организации в будущем, разработке основных направлений стратегии по видам деятельности для обеспечения необходимой устойчивости при осуществлении инвестиционных процессов.

Ведущее место среди методов прогнозирования занимает прогнозная экстраполяция, инструментарий которой использован в работе. В таблице 2 приведены зависимости, в лучшей степени отражающие связь денежных потоков со временем ( $t$ ).

**Таблица 2. Прогнозные модели денежных потоков  
по видам деятельности**

Денежный поток	Форма зависимости	Уравнение связи
Положительный денежный поток по текущей деятельности	Линейная	$y = 389\,560,54t + 6\,860\,772,93$
Отрицательный денежный поток по текущей деятельности	Линейная	$y = 270\,462,14t + 5\,305\,322,00$
Положительный денежный поток по инвестиционной деятельности	Логарифмическая	$y = -187\,939,90\ln(t) + 494\,222,14$
Отрицательный денежный поток по инвестиционной деятельности	Полином третьей степени	$y = 234\,431,19t^3 - 2\,672\,592,06t^2 + 8\,444\,970,60t - 4\,644\,299,00$
Положительный денежный поток по финансовой деятельности	Полином третьей степени	$y = 414\,525,33t^3 - 5\,149\,002,29t^2 + 18\,289\,473,24t - 12\,674\,724,00$
Отрицательный денежный поток по финансовой деятельности	Полином третьей степени	$y = 348\,954,28t^3 - 4\,418\,513,52t^2 + 15\,881\,821,06t - 10\,714\,648,00$

Расчет темпов роста денежных потоков с учетом прогнозной оценки показал следующие результаты (таблица 3).

**Таблица 3. Темпы роста денежных потоков на прогнозный период**

Денежные потоки (тыс. руб.)	Темпы роста		Двойные темпы роста
	2011/2010	Прогноз/2011	
Положительный денежный поток по текущей деятельности	101,4916	105,3329	103,3944
Отрицательный денежный поток по текущей деятельности	115,254	99,05622	106,8486
Положительный денежный поток по инвестиционной деятельности	0,270539	15491,51	64,73833
Отрицательный денежный поток по инвестиционной деятельности	59,95098	297,8743	133,6333
Положительный денежный поток по финансовой деятельности	55,29412	190,0054	102,4997
Отрицательный денежный поток по финансовой деятельности	50,83801	205,4599	102,2016

Фактическое соотношение денежных потоков по видам деятельности с учетом прогнозных оценок имеет вид

$$TT_{ИНВ}^{ОДП} > TT_{ТЕК}^{ОДП} > TT_{ТЕК}^{ПДП} > TT_{ФИН}^{ПДП} > TT_{ФИН}^{ОДП} > TT_{ИНВ}^{ПДП}$$

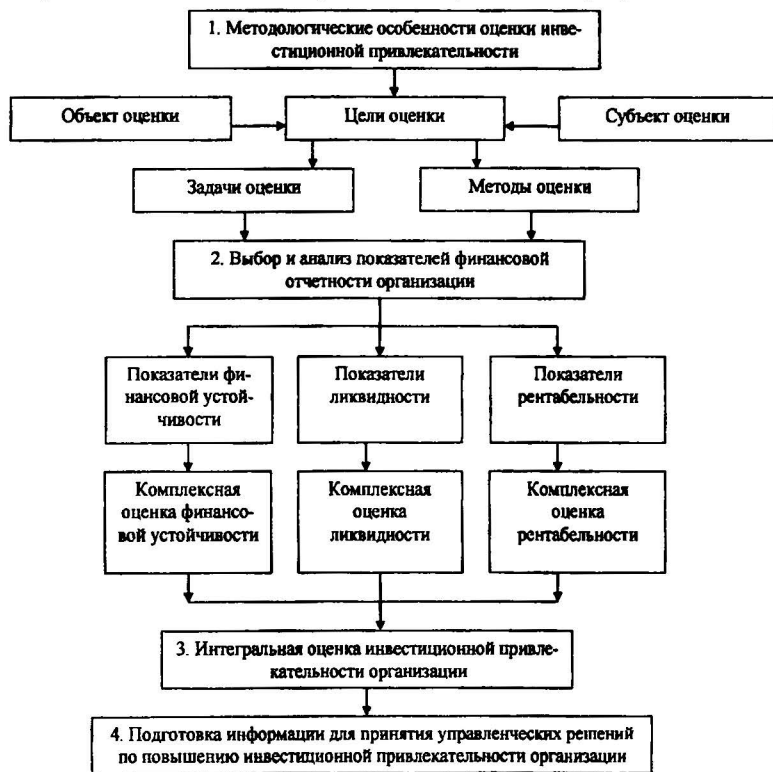
Коэффициент Спирмена с учетом прогнозных оценок составил 0,66. Это характеризует среднюю корреляционную связь между рангами эталонного и фактического ряда темпов роста денежных потоков, что снижает инвестиционную привлекательность ЗАО "ПУРГАЗ" по сравнению с предыдущим расчетом, где коэффициент Спирмена был 0,77. Это обусловлено более быстрым ростом отрицательных денежных потоков по текущей деятельности по сравнению с темпами роста положительных денежных потоков.

**4. Разработана методика интегральной оценки инвестиционной привлекательности организации, основанная на использовании показателей финансового состояния и приведения их к нормативному состоянию.**

В мировой и отечественной практике для определения инвестиционной привлекательности организации используется методика определения ее состояния по данным бухгалтерской финансовой отчетности, т.е. финансового состояния организации. Иными словами принято считать, что финансовые результаты и финансовое состояние организации является основой ее инвестиционной привлекательности.

Таким образом, возникает объективная необходимость формирования системы финансовых показателей, характеризующих деятельность организации. Она должна включать в себя достаточное, но вместе с тем ограниченное количество показателей. Это позволит построить практически значимую модель оценки инвестиционной привлекательности.

Схема формирования оценки инвестиционной привлекательности на основе финансовых показателей организации приведена на рисунке 2.



**Рис.2. Схема формирования оценки инвестиционной привлекательности на основе показателей финансовой отчетности организации**

В целом финансовое состояние компании, его устойчивость и стабильность функционирования зависят от результатов его операционной, инвестиционной и финансовой деятельности.

По результатам оценки финансового состояния можно сделать выводы о степени зависимости предприятия от обязательств, интенсивности и эффективности использования собственных и заемных средств, возможности увеличения капитала.

За основу выражения финансового состояния организации в работе приняты показатели в разрезе трех блоков.

1. Показатели рыночной устойчивости:

- коэффициент финансовой независимости ( $x_1$ ); нормативный уровень показателя составляет не менее 0,5;

- коэффициент финансовой устойчивости ( $x_2$ ); нормативный уровень показателя составляет 1;

- коэффициент концентрации привлеченного капитала ( $x_3$ ); нормативный уровень показателя составляет менее 0,5;

- коэффициент финансового рычага (финансовый леверидж) ( $x_4$ ); нормативный уровень показателя составляет не более 1.

Показатель комплексный оценки рыночной устойчивости будет равен

$$K_{py} = \sqrt[3]{1,33x_1 \times x_2 \times 4x_3 \times 1,33x_4}$$

Коэффициенты определены как срединные значения интервалов от 0 до 0,5 и от 0,5 до 1 приведенные к единице. В оптимальном состоянии показатель  $K_{py}$  будет равен единице. Если показатель будет превышать единицу, это значит, что инвестиционная привлекательность по группе показателей рыночной устойчивости повысилась и наоборот.

2. Коэффициенты ликвидности:

- коэффициент текущей ликвидности ( $y_1$ ); нормативный уровень показателя составляет 2

- коэффициент быстрой ликвидности ( $y_2$ ); нормативный уровень показателя составляет 1

- коэффициент абсолютной ликвидности ( $y_3$ ); нормативный уровень показателя составляет 0,3

С учетом нормативных значений показателей ликвидности показатель комплексной оценки будет иметь вид

$$K_{ликв} = \sqrt[3]{0,5y_1 \times y_2 \times 0,33y_3}$$

При выполнении нормативных требований  $K_{ликв}$  будет равен единице.

3. Коэффициенты рентабельности:

- рентабельность активов ( $r_1$ );

- рентабельность собственного капитала ( $r_2$ );

- рентабельность инвестиций ( $r_3$ );

- рентабельность продаж ( $r_4$ ).

Нормирование показателей рентабельности производится на основе балльной оценки показателей рентабельности, приведенной в книге Колмыковой Т.С. "Инвестиционный анализ", где высокие баллы присвоены показателю рентабельности продаж на уровне 20%, рентабельности активов – на уровне 15%, рентабельности собственного капитала – на уровне 45%. В работе принят нормируемый уровень рентабельности инвестиций на уровне рентабельности продаж.

Таким образом, показатель комплексной оценки рентабельности деятельности будет равен

$$K_{\text{рент}} = \sqrt[4]{6,7r_1 \times 2,2r_2 \times 5r_3 \times 5r_4}$$

Если в организации показатели рентабельности будут соответствовать указанным значениям, то комплексный показатель будет равен единице.

После расчета комплексных показателей по отдельным группам показателей финансового состояния организации, рассчитывается интегральный показатель инвестиционной привлекательности организации в анализируемом периоде, который представляет собой произведение комплексных оценок

$$I_{\text{ип}} = \sqrt[3]{K_{\text{рв}} \times K_{\text{ликв}} \times K_{\text{рент}}}$$

Теоретически интегральный показатель может изменяться от 0 до 1. Это позволяет ранжировать инвестиционную привлекательность организации по значению интегральной оценки:

- в пределах 0,8 – более 1,0 организация обеспечивает рост финансово-экономических показателей, характеризуется устойчивой платежеспособностью, генерирует прибыль и обеспечивает высокую отдачу на вложенный капитал и является привлекательной для инвесторов;
- в пределах 0,4 – 0,8 организация не достигает ряда запланированных показателей, имеет задолженность перед кредиторами, недостаточные объемы прибыли, что характеризует невысокие показатели рентабельности; принятие решений о вложении средств может происходить только при наличии продуманного и обоснованного бизнес-проекта;
- ниже 0,4 кризисное состояние организации, что не является привлекательным для инвесторов.

Предложенная методика оценки инвестиционной привлекательности организации позволяет вести целенаправленную работу по анализу финансового состояния деятельности, формированию рациональной структуры капитала, нахождению причин снижения деловой активности, и разработке мероприятий по повышению финансовых результатов.

Рассмотрим основные положения предложенной методики по данным ЗАО "ПУРГАЗ". Исходная информация представлена в Приложении 2 на основании которой были рассчитаны коэффициенты рыночной устойчивости, ликвидности и рентабельности (таблица 4).

**Таблица 4. Коэффициенты финансового состояния ЗАО "ПУРГАЗ"**

Показатели	2010	2011
Коэффициент финансовой независимости	0,73	0,82
Коэффициент финансовой устойчивости	0,81	0,84
Коэффициент концентрации привлеченного капитала	0,27	0,18
Коэффициент финансового рычага	0,26	0,08
Коэффициент текущей ликвидности	0,64	0,82
Коэффициент быстрой ликвидности	0,60	0,77
Коэффициент абсолютной ликвидности	0,17	0,09
Коэффициент рентабельности активов	0,13	0,05
Коэффициент рентабельности собственного капитала	0,18	0,06
Коэффициент рентабельности инвестиций	1,58	2,29
Коэффициент рентабельности продаж	0,31	0,14

Показатель комплексной оценки финансовой устойчивости организации составит

$$\text{в 2010 году } K_{\text{ф.у.}}^{2010} = \sqrt[4]{1,33 \times 0,73 \times 0,81 \times 4 \times 0,27 \times 1,33 \times 0,26} = 0,74;$$

$$\text{в 2011 году } K_{\text{ф.у.}}^{2011} = \sqrt[4]{1,33 \times 0,82 \times 0,84 \times 4 \times 0,18 \times 1,33 \times 0,08} = 0,52.$$

Показатель комплексной оценки ликвидности организации

$$\text{в 2010 году } K_{\text{ликв.}}^{2010} = \sqrt[3]{0,5 \times 0,64 \times 0,60 \times 0,3 \times 0,17} = 0,55;$$

$$\text{в 2011 году } K_{\text{ликв.}}^{2011} = \sqrt[3]{0,5 \times 0,82 \times 0,77 \times 0,3 \times 0,09} = 0,45.$$

Показатель комплексной оценки рентабельности организации

$$\text{в 2010 году } K_{\text{рент.}}^{2010} = \sqrt[4]{6,7 \times 0,13 \times 2,2 \times 0,18 \times 5 \times 1,58 \times 5 \times 0,31} = 1,43$$

$$\text{в 2011 году } K_{\text{рент.}}^{2011} = \sqrt[4]{6,7 \times 0,05 \times 2,2 \times 0,06 \times 5 \times 2,29 \times 5 \times 0,14} = 0,77$$

Интегральные коэффициенты инвестиционной привлекательности ЗАО "ПУРГАЗ" равны

$$\text{в 2010 году } I^{2010} = \sqrt[3]{0,74 \times 0,55 \times 1,43} = 0,83$$

$$\text{в 2011 году } I^{2011} = \sqrt[3]{0,52 \times 0,45 \times 0,77} = 0,57$$

В 2010 году интегральный коэффициент инвестиционной привлекательности ЗАО "ПУРГАЗ" относился к первой группе, обеспечивающий высокую отдачу на капитал, что свидетельствует о привлекательности организации со стороны инвесторов. В 2011 году интегральный показатель существенно сократился, что соответствует второй группе привлекательности организации, где необходимо доказывать эффективность инвестиционных вложений. При этом следует отметить снижение у организации большинства показателей деятельности.

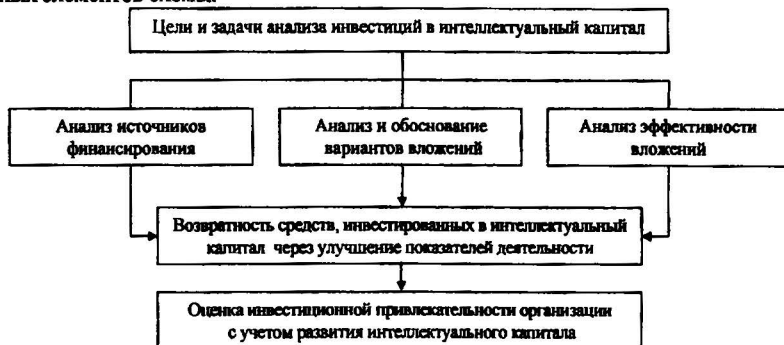
**5. Предложена логическая модель оценки инвестиционной привлекательности организации, включающая новый элемент – вложения в развитие интеллектуального капитала; раскрыто содержание основных элементов модели и обоснована их взаимосвязь.**

Наличие и развитие интеллектуального капитала способствует повышению эффективности деятельности организации, следовательно, и ее привлекательности со стороны инвесторов.

В работе дано следующее определение категории "интеллектуальный капитал". *Интеллектуальный капитал - совокупность индивидуальных знаний и способностей персонала организации, направленных на повышение эффективности деятельности и инвестиционной привлекательности организации.*

Общепринято включать в интеллектуальный капитал человеческий, структурный и потребительский капитал. Интеллектуальный капитал должен иметь свою инвестиционную привлекательность, которая должна повышаться, если выделяемые структурные элементы рассматриваются не как самостоятельные части интеллектуального капитала, а как этапы его воспроизводства.

Специфика интеллектуального капитала формирует особенности инвестирования в него, что связано со сложностью оценки эффективности, поскольку отдельные элементы интеллектуального капитала взаимодействуют друг с другом и создают синергетический характер. В работе представлена логическая модель оценки инвестиционной привлекательности организации с учетом вложений в развитие интеллектуального капитала (рисунок 3) и раскрыто содержание основных элементов схемы.



**Рис. 3. Логическая модель оценки инвестиционной привлекательности организации с учетом развития интеллектуального капитала**

Инвестиционная политика предприятия должна быть направлена обеспечение возврата вложенных инвестиций в интеллектуальный капитал за счет прибыли, полученной в результате вложений в интеллектуальный капитал, которая должна быть достаточной, для принятия решений о вложении средств в другие направления развития деятельности организации.

**6. Обоснована практическая целесообразность синтеза интегральной оценки инвестиционной привлекательности и оценки интеллектуального капитала как более надежного инструмента для принятия инвестиционных решений.**

Несмотря на то, что ряд компаний в развитых странах раскрывают информацию об интеллектуальном капитале, эта практика не получила должного распространения в российских предприятиях, хотя такая информации была бы полезной для внешних пользователей. Поэтому создание методики оценки инвестиционной привлекательности с учетом интеллектуального капитала имеет как

теоретическую, так и практическую направленность. Большинство существующих методик, как показано в работе, включают тот или иной набор показателей финансового состояния. Несмотря на доступность такого подхода оценки инвестиционной привлекательности, можно определить его ограниченный характер. Более надежной оценкой инвестиционной привлекательности организации будет оценка с учетом интеллектуального капитала.

В работе подробно рассмотрен и проанализирован инструментарий оценки интеллектуального капитала, принятый в зарубежной практике. Из всего набора инструментов был сделан выбор в пользу коэффициента Тобина, который рассчитывается как отношение рыночной цены организации к балансовой (восстановительной) стоимости ее реальных активов: зданий, сооружений, оборудования и запасов

$$q = p/c,$$

где:  $q$  – коэффициент Тобина;

$p$  – рыночная стоимость активов фирмы;

$c$  – балансовая (восстановительная) стоимость активов организации.

Если коэффициент Тобина больше 1, то организация получает дополнительную прибыль за счет эффективного использования интеллектуального капитала, что характеризует ее как привлекательную для инвесторов. Значение коэффициента Тобина меньше единицы может говорить о том, что организация недооценена, и это обстоятельство должно свидетельствовать о наличии проблем в деятельности организации.

Исследования ученых показали, что коэффициент Тобина довольно устойчив во времени, что и обуславливает выбор данного показателя для оценки интеллектуального капитала и включения его в дальнейшем в оценку инвестиционной привлекательности организации.

Для того чтобы определить этот показатель необходимо рассчитать рыночную стоимость организации. Для оценки рыночной стоимости ЗАО "ПУРГАЗ" в работе использован метод капитализации дохода.

Формула для расчета стоимости организации выглядит следующим образом:

$$PV = \frac{r_0 \times (1 + g)}{d - g}$$

где:  $r_0$  – историческая прибыль / денежный поток или прибыль за текущий год, используемая как базовая прибыль без учета роста в следующем году;

$g$  – предполагаемый долгосрочный стабильный темп роста;

$d$  – ставка дисконтирования;

$d - g$  – ставка капитализации.

В ставке дисконтирования учитываются инфляция и риски отрасли, в которой находится бизнес. То есть в ставке дисконтирования отражается рисканность инвестиций, что уменьшает стоимость организации.

Также при расчете стоимости организации необходимо определить долгосрочные темпы роста прибыли на перспективу. Темпы роста прибыли также учитываются через капитализацию. Ставка капитализации отражает рискан-



ность инвестиций, что уменьшает стоимость компании, за вычетом темпа годового роста прибыли в долгосрочной перспективе, что уменьшает риск бизнеса в долгосрочной перспективе. Ставка капитализации позволяет посчитать все будущие прибыли компании с учетом существующих рисков.

Для ЗАО "ПУРГАЗ" определены следующие показатели:

- ставка дисконта принята на уровне рентабельности инвестиций 20%;
- темп роста денежного потока – 5%;
- ставка капитализации 15 %

Исходя из представленных данных рыночная стоимость ЗАО "ПУРГАЗ" составит

$$PV = \frac{1835138 \times (1 + 0,05)}{0,2 - 0,05} = 12845966 \text{ тыс. руб.}$$

Далее определяется балансовая стоимость организации. Бухгалтерский баланс показывает стоимость всех основных активов предприятия (и материальных, и нематериальных) и оборотного капитала, акций, дебиторской задолженности и запасов. После вычитания долгов организации из полной стоимости активов полученное значение будет соответствовать стоимости активов за вычетом обязательств, т.е. *стоимости чистых активов или балансовой стоимости организации.*

Для ЗАО "ПУРГАЗ" балансовая стоимость предприятия будет равна  
 $13118232 - 880000 = 12238232 \text{ тыс. руб.}$

Тогда коэффициент Тобина ( $q$ ) будет равен

$$q = \frac{12845966}{12238232} = 1,05$$

Коэффициент характеризует положительную динамику развития интеллектуального капитала организации.

Для более надежной оценки инвестиционной привлекательности организации, на наш взгляд, целесообразно включить коэффициент Тобина в интегральную оценку инвестиционной привлекательности на основе показателей финансового состояния, что позволит получить выражение

$$I_{инт} = \sqrt[3]{K_{ф\text{у}} \times K_{инт\text{ел}} \times K_{рент} \times q}$$

или

$$I_{инт}^{2011} = \sqrt[3]{0,52 \times 0,45 \times 0,77 \times 1,05} = 0,66$$

Показатель интегральной оценки инвестиционной привлекательности ЗАО "ПУРГАЗ" улучшил свое значение по итогам 2011 года по сравнению с результатом 0,57 без учета коэффициента Тобина.

Преимуществом данного показателя выступает то, что он позволяет объединить в себе оценку финансовых показателей и интеллектуального капитала. Кроме того, интегральный показатель дает наглядную оценку инвестиционной привлекательности организации. Если значение интегрального показателя ниже единицы, следовательно, организации необходимо принять меры для улучшения своей инвестиционной привлекательности.

## СПИСОК РАБОТ, ОПУБЛИКОВАННЫХ ПО ТЕМЕ ДИССЕРТАЦИИ

### Публикации в изданиях, рекомендованных ВАК

1. Суркин, П.Н. Методы оценки инвестиционной привлекательности предприятия [Текст] / П.Н. Суркин // Вопросы экономики и права. 2012. № 7. – 0,5 п.л.
2. Суркин, П.Н. Оценка инвестиционной привлекательности на основе прогнозирования денежных потоков организации [Текст] / П.Н. Суркин // Экономические науки. 2012. № 7. – 0,7 п.л.

### Публикации в других изданиях:

3. Суркин, П.Н. Инвестиционная привлекательность как фактор развития инвестиционной деятельности [Текст] / П.Н. Суркин // Проблемы учета, финансов, анализа и аудита в условиях глобализации экономики: сборник материалов Международной научно-практической конференции. Тюмень: Тюменская гос. Академия мировой экономики, управления и права. 2009. – 0,25 п.л.
4. Суркин, П.Н. Инвестиционный климат России [Текст] / П.Н. Суркин // Строительный вестник Тюменской области. Тюмень: ТюмГАСУ, 2010. – 0,3 п.л.
5. Суркин, П.Н. Анализ денежных потоков в оценке инвестиционной привлекательности организации [Текст] / П.Н. Суркин // Перспективы развития учетно-аналитических и налоговых направлений в XXI веке: Сборник научных трудов по результатам научно-исследовательской работы преподавателей, аспирантов и соискателей Марийского государственного технического университета за 2010-2011 годы. Йошкар-Ола: ООО "Стринг". 2011. – 0,3 п.л.
6. Суркин, П.Н. Оценка эффективности инвестиций в интеллектуальный капитал [Текст] / П.Н. Суркин // Современные вопросы анализа, бухгалтерского учета и управления коммерческими организациями: сборник научных статей. Тюмень: ТюмГАСУ, 2012. – 0,3 п.л.
7. Суркин, П.Н. Государственное регулирование инновационно-инвестиционного развития производства [Текст] / П.Н. Суркин // Современные вопросы анализа, бухгалтерского учета и управления коммерческими организациями: сборник научных статей. Тюмень: ТюмГАСУ, 2012. – 0,25 п.л.
8. Суркин, П.Н. Модель управления инвестициями в основной капитал предприятия [Текст] / П.Н. Суркин // Инновационное развитие экономики. 2012. № 4. – 0,5 п.л.



10<sup>2</sup>

Автореферат

Подписано в печать 01.10.2012 г. Заказ № К1/1212 Тираж 100 экз.

Отпечатано в КОПИЦЕНТРЕ ООО "Ланфорт",

Йопкар-Ола, К.Маркса, 110, т. 45-55-64